

Organizacja procesu due diligence

Warunkiem podejmowania właściwych decyzji inwestycyjnych jest posiadanie rzetelnych i prawdziwych informacji. W transakcjach kupna-sprzedaży występuje istotna asymetria informacji, a sprzedający zawsze ma znaczącą przewagę informacyjną nad kupującym.

autor KRZYSZTOF WOŹNIAK

Inwestorzy, chcąc zminimalizować ryzyko, które wiąże się z ich potencjalnym zakupem, wypracowali szereg środków, które mają zabezpieczać ich interesy. Jednym z narzędzi, które powinny zostać użyte przed podjęciem ostatecznej decyzji inwestycyjnej, jest due diligence. Należy zwrócić uwagę, że im większe ryzyko inwestycyjne tym, większą uwagę trzeba mu poświęcić. Due diligence to proces obejmujący audyt potencjalnej inwestycji, a jego celem jest dostarczenie informacji, dzięki którym strony zainteresowane transakcją kupna-sprzedaży podejmą jak najwłaściwszą decyzję. Pojęcie due diligence tłumaczy się w literaturze jako badanie z należytą starannością i rzetelnością. Przez badanie należy tu rozumieć wszelkie procedury i analizy mające na celu identyfikację najistotniejszych z punktu widzenia kupującego szans i ryzyk. Sam proces due diligence określa się również mianem audytu przedinwestycyjnego. Należy zaznaczyć, że ani procedury, przebieg, ani raport z wyników due diligence nie są ograniczone

żadnym aktem prawnym, więc wszelkie ustalenia dotyczące procesu powinny być ustalone między kupującym, sprzedającym oraz ekspertami, którzy przeprowadzać będą uzgodnione procedury. Tak wysoce zaawansowane technicznie badania powinny być zawsze przeprowadzane przez wyspecjalizowaną i doświadczoną kadrę ekspertów, która będzie realizować uzgodnione procedury z zachowaniem definicyjnej „należytej staranności”. Due diligence może być przeprowadzane na zlecenie zarówno kupującego, jak i sprzedającego. Z wiadomych względów kupujący chce uzyskać jak najwięcej informacji o swojej potencjalnej inwestycji, a także zminimalizować własne ryzyko. Jeżeli due diligence jest zlecane przez sprzedającego, to najczęściej chce on dobrze przygotować się do procesu negocjacji, rozpoznając jak najwięcej ryzyk i zagrożeń, ale także szans i mocnych stron swojej spółki. Dzięki potwierdzeniu informacji przez ekspertów możliwe, że zdoła wynegocjować wyższą cenę transakcji. Ponadto bardzo często due



for RSM

o autorze

Senior w Dziale
Audytu RSM Poland.

diligence zlecane przez sprzedającego połączone jest z wykonaniem dodatkowych procedur przez zewnętrznych specjalistów, polegających na wycenie spółki będącej przedmiotem transakcji. Taka wycena wraz z identyfikacją mocnych stron przedmiotu transakcji chroni interesy sprzedającego i pomaga mu w zawarciu transakcji na korzystniejszych warunkach.

HISTORIA DUE DILIGENCE

Współcześnie usługa due diligence jest traktowana jako międzynarodowy standard, znany i stosowany w większości krajów świata, stosownie do aktualnych warunków gospodarczych. Na polskim rynku usług doradczych analizy tego typu zaistniały dopiero w połowie lat 90. XX wieku. Jednak już w pierwszej połowie tej dekady, w związku z procesami transformacji gospodarczej i związanymi z nią prywatyzacjami polskich przedsiębiorstw, były przeprowadzane podobne procedury, które niewiele różniły się od due diligence.

Jako że pierwotnie due diligence wykorzystywano na potrzeby fuzji i przejęć przedsiębiorstw lub ich części, badanie to do dzisiaj jest kojarzone właśnie z tego typu transakcjami. Procedury tego badania są procedurami nienazwanymi, a zakres analizy jest właściwie nieograniczony i zależy w głównej mierze od potrzeb stron transakcji oraz warunków otoczenia, w jakich transakcja ta będzie miała miejsce.

TYPY DUE DILIGENCE

W związku ze wspomnianymi wyżej zróżnicowanymi realiami gospodarczymi, w których analiza due diligence może być stosowana, a także ze względu na niejednakowe zapotrzebowanie zainteresowanych stron może ona obejmować różne aspekty działalności potencjalnej inwestycji. W praktyce gospodarczej najczęściej wykorzystuje się następujące typy due diligence:

- + biznesowy;
- + finansowy;
 - + podatkowy,
 - + księgowy;

- + sprzedaży i marketingu;
- + pracowniczy;
- + prawny;
- + technologiczny;
- + systemu księgowego i obiegu informacji w spółce;
- + w obszarze zarządzania aktywami;
- + w zakresie zarządzania ryzykiem w spółce.

W powyższych badaniach wykorzystuje się różne informacje w zależności od typu badania, niemniej jednak przebieg samego procesu jest najczęściej podobny.

PRZEBIEG DUE DILIGENCE

Przyjęło się, że pierwszym z etapów przeprowadzania due diligence jest podpisanie przez strony umowy o zachowaniu poufności – z ang. non-disclosure agreement (NDA). Należy zwrócić uwagę, że przepisy tej umowy są już regulowane przez ustawę z dnia 23 kwietnia 1964 roku – Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93, z późn. zm.), dalej zwaną Kodeksem cywilnym. Zgodnie z artykułem 72¹ Kodeksu cywilnego:

1. *Jeżeli w toku negocjacji strona udostępniła informacje z zastrzeżeniem poufności, druga strona jest obowiązana do nieujawniania i nieprzekazywania ich innym osobom oraz do niewykorzystywania tych informacji dla własnych celów, chyba że strony uzgodniły inaczej.*

2. *W razie niewykonania lub nienależytego wykonania obowiązków, o których mowa w par. 1, uprawniony może żądać od drugiej strony naprawienia szkody albo wydania uzyskanych przez nią korzyści.* NDA nie reguluje jeszcze dokładnego przebiegu oraz zakresu badania ani tym bardziej ceny potencjalnej inwestycji, ale gwarantuje, że przyszłe działania prowadzone przez strony (w tym zaangażowanie ekspertów do due diligence oraz negocjacje) będą mieć charakter poufny. Jak stanowi § 2 art. 721 Kodeksu cywilnego, przewidziana jest również kara, w przypadku gdyby któraś ze stron nie zastosowała się do przyjętych postanowień.

Następnym elementem procesu due diligence będzie na ogół podpisanie przez strony listu

intencyjnego, umowy typu term sheet lub memorandum of understanding (MOU). Wspólnym mianownikiem tych trzech dokumentów jest ich brak zasadniczej mocy prawnej, chyba że strony uzgodnią inaczej. Przykładowo paragraf dotyczący możliwości negocjacji z jednym lub wieloma potencjalnymi inwestorami może mieć charakter wiążący i na jego podstawie mogą zostać wyciągnięte odpowiednie konsekwencje prawne. Podstawowym celem tych dokumentów jest określenie najważniejszych założeń zamierzonej transakcji, których szczegóły będą następnie negocjowane i zapisane w umowie inwestycyjnej. Umowy te powinny określać wolę obu stron do zawarcia transakcji, ich intencje oraz zamiary. Podpisanie ich jest w szczególności zalecane w przypadku, gdy przewidywane są wieloetapowe negocjacje oraz gdy umowa finalna będzie zawierać wiele drobnych szczegółów dotyczących transakcji. W takim wypadku warto zawrzeć w tych dokumentach chociażby ramy czasowe negocjacji, moment ich zakończenia oraz wszystkie szczegółowe kwestie wymagające sprecyzowania w umowie finalnej.

Należy tutaj zaznaczyć, że zarówno list intencyjny, jak i term sheet oraz MOU są umowami nienazwanymi i nie mają do nich zastosowania przepisy Kodeksu cywilnego, dotyczące umów przedwstępnych.

Następnym etapem zawierania danej transakcji inwestycyjnej jest już najczęściej sam proces *due diligence*, wykonywany przez ekspertów przy współpracy zainteresowanych stron. W pierwszej kolejności inwestor (lub inwestorzy) dokonuje wyboru ekspertów, którzy przeprowadzą analizę oraz wydadzą na podstawie ustalonych przez siebie wniosków odpowiednie raporty. Istotne jest, aby wybrany zespół ekspertów miał jasno postawiony cel badania oraz został ukierunkowany przez inwestora na kwestie, które są najbardziej istotne dla jego inwestycji. Przy podpisywaniu umowy między wybraną spółką doradcą a inwestorem istotne jest, aby wskazać, kto będzie koordynatorem procesu, a także w jakiej formie będzie następowała

wymiana danych pomiędzy audytorem (w tym prawnikami, biegłymi rewidentami, specjalistami z zakresu corporate finance, doradcami podatkowymi oraz innymi specjalistami) a kupującym i sprzedającym.

Dobłą praktyką jest, aby jeszcze przed rozpoczęciem całego procesu badania audytor zasięgnął informacji z zewnątrz na temat potencjalnej inwestycji. W tym celu może on skorzystać z:

- + informacji medialnych,
- + informacji na temat powiązań kapitałowych i osobowych,
- + opinii osób trzecich,
- + raportów bieżących i okresowych (w przypadku spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych),
- + strony internetowej sprzedającego,
- + informacji zawartych w wyciągu z Krajowego Rejestru Sądowego,
- + informacji zawartych w Rejestrze Ksiąg Wieczystych,
- + informacji zawartych w Rejestrze Zastawów Skarbowych.

W przypadku pozyskania informacji na temat inwestycji z podanych wyżej źródeł znacznie prostsze jest skonstruowanie listy zapotrzebowania dokumentów niezbędnych do przeprowadzenia *due diligence* już na początkowym etapie badania. Lista taka, oczywiście, może zostać zmieniona w zależności od dalszych informacji uzyskanych od sprzedającego – istnieje możliwość, że niektóre transakcje lub zdarzenia gospodarcze niosą ze sobą większe ryzyko niż pozostałe i to właśnie tym najbardziej ryzykownym należy przyjrzeć się w szczególności. Jeżeli umowa między audytorem a inwestorem to przewiduje, bieżący kontakt między stronami może znacząco usprawnić przepływ informacji i w przypadku gdy ramy czasowe badania są ograniczone – pozwoli skupić się na najistotniejszych obszarach inwestycji. Samo przesłanie przez audytora listy z zapotrzebowaniem na dokumenty jest przedmiotem umowy między stronami zainteresowanymi i nie powinno mieć zasadniczego wpływu na przebieg badania.

UDOSTĘPNIANIE DOKUMENTACJI PRZEZ SPRZEDAJĄCEGO

Zasadniczo miejscem, gdzie udostępnia się audytorowi dokumenty do wglądu, jest tzw. data room. Wyróżnia się tutaj dwa sposoby udostępniania informacji w celu przeprowadzenia due diligence:

- + „tradycyjny” data room – to na ogół fizycznie zabezpieczone i monitorowane pomieszczenie (najczęściej w siedzibie sprzedającego lub podmiotu prowadzącego księgi rachunkowe spółki będącej przedmiotem transakcji), w którym audytor dokonuje analizy przedstawionych dokumentów oraz sytuacji spółki będącej przedmiotem transakcji,
- + Virtual Data Room (VDR) – strona internetowa, platforma informacyjna lub serwer, do którego dostęp jest ograniczony. Dostęp do VDR mają wyłącznie zaproszone osoby (na ogół kupujący, sprzedający lub podmiot prowadzący w jego imieniu księgi rachunkowe spółki będącej przedmiotem transakcji oraz audytor), a w jego zasobach znajdują się elektroniczne wersje dokumentów i informacji, będące przedmiotem analizy. Ze względu na fakt, że zamieszczone dokumenty są poufne, najczęściej stosuje się zabezpieczenia w zakresie kopiowania, powielania, udostępniania czy drukowania dokumentów znajdujących się w VDR. Bardzo często po zakończeniu due diligence dokumenty, które zostały skopiowane na dyski zewnętrzne, są zabezpieczone przed odczytem. W każdym przypadku natomiast po zakończeniu due diligence należy zablokować dostęp do VDR wszystkim użytkownikom oraz dezaktywować platformę wraz ze znajdującą się na niej dokumentacją.

O wyborze metody udostępniania dokumentów powinni zdecydować kupujący i sprzedający, a audytor w ramach obowiązującej go umowy powinien dostosować się do wskazanej opcji. Wspólnym mianownikiem obu metod jest tworzenie listy udostępnionych dokumentów oraz dołączenie jej do umowy finalnej. Dzięki temu obie strony mogą udokumentować, na podstawie jakich informacji ustalono cenę transakcji. Ponadto zabieg ten może chronić obie strony przed

ewentualnymi późniejszymi sporami w sprawie nieujawnienia informacji.

Zarówno tradycyjny data room, jak i VDR mają swoje wady i zalety. Tradycyjny data room jest często preferowany przez kupującego (reprezentowanego przez audytora), ponieważ pozwala on na bezpośredni kontakt z osobami odpowiedzialnymi za poszczególne obszary działalności spółki. Przyjęło się uważać, że rozmowy w cztery oczy z pracownikiem spółki nie da się zastąpić przez analizę dokumentów. Taki kontakt pozwala na zidentyfikowanie większej ilości obszarów ryzykownych oraz lepsze zrozumienie działalności spółki i procesów w niej zachodzących i obiegu dokumentów. Na ogół w trakcie wizyty w siedzibie sprzedającego przepływ informacji jest znacząco szybszy niż w przypadku elektronicznej wymiany informacji. Sporządzenie listy z udostępnionymi dokumentami, która będzie później elementem finalnej umowy, może być jednak znacznie trudniejsze, a ryzyko, że nie będzie ona kompletna, istotnie wyższe. Sprzedający często obawiają się, że ich pracownicy mogą przedstawić pewne informacje w niewłaściwy sposób lub podać audytorowi zbyt dużo informacji, przez co zysk sprzedającego na transakcji może znacząco się obniżyć.

W przypadku elektronicznej wymiany danych w VDR sprzedający ma większą kontrolę nad udostępnianymi informacjami. Ponadto może on często śledzić, które pliki są najczęściej analizowane przez audytorów, i odpowiednio ukierunkować swoje odpowiedzi w celu przedstawienia spółki w jak najbardziej korzystnym świetle. Sprzedający może nadawać uprawnienia do poszczególnych dokumentów dla konkretnych grup roboczych, zabezpieczyć je przed powielaniem i dodać znaki wodne oraz ma gwarancję poufności udostępnionych informacji. Przeprowadzenie *due diligence* przez elektroniczną wymianę danych wiąże się również z łatwiejszym stworzeniem listy dokumentów udostępnionych, a także minimalizuje koszty logistyki. Ponadto w przypadku, gdy potencjalnych kupujących może być więcej niż jeden i każdy z nich ma swojego audytora, kupujący może zapewnić każdego z nich, że otrzymał dokładnie te same informacje co pozostali

NARZĘDZIA I TECHNIKI

i tylko na podstawie wiedzy eksperckiej audytora poszczególni inwestorzy mogą wyciągać wnioski o sytuacji i stanie spółki będącej przedmiotem transakcji.

RAPORT Z DUE DILIGENCE

Po przeprowadzonej analizie każdy audytor powinien przekazać swoje wnioski i spostrzeżenia kupującemu w formie pisemnego raportu. Raporty takie nie są ujawniane sprzedającym oraz nie stanowią załączników do umowy finalnej. W najgorszym przypadku może się okazać, że ryzyka zidentyfikowane przez audytora są na tyle istotne, że kupujący odstąpi od uczestnictwa w dalszej części procesu transakcji. Bardzo często kupujący dzieli się jednak spostrzeżeniami audytora z analizy ze sprzedającym w celu wynegocjowania niższej ceny transakcji. Należy tutaj wspomnieć, że audytor nie ponosi żadnej odpowiedzialności za decyzje podjęte przez kupującego. Decyzje te powinny zapaść na podstawie najlepszej wiedzy kupującego uzyskanej od audytora, własnej analizy, negocjacji

oraz wszelkich innych źródeł, które mogą przyczynić się do wiarygodnej wyceny inwestycji.

PODSUMOWANIE

W analizie due diligence istotne jest, aby nie była ona traktowana jako spełnienie wymogów formalnych, ale jako narzędzie, które może istotnie przyczynić się do oceny inwestycji. Due diligence ma za zadanie pomóc inwestorowi podjąć odpowiednią decyzję odnośnie do przeprowadzenia transakcji kupna lub nie oraz ceny tej transakcji. Sama analiza due diligence nie powinna być jednak jedynym wyznacznikiem dalszego przebiegu procesu kupna-sprzedaży inwestycji. Ponadto w przypadku, gdy potencjalnych kupujących może być więcej niż jeden i każdy z nich ma swojego audytora, kupujący może zapewnić każdego z nich, że otrzymał dokładnie te same informacje co pozostali i tylko na podstawie wiedzy eksperckiej audytora poszczególni inwestorzy mogą wyciągać wnioski o sytuacji i stanie spółki będącej przedmiotem transakcji. ✕

REKLAMA

DOSTRZEGAMY RYZYKO
I ZNAJDUJEMY ROZWIĄZANIA



www.rsmpland.pl



DORADZTWO TRANSAKCYJNE | AUDYT | DORADZTWO PODATKOWE
ZAKŁADANIE PRZEDSIĘBIORSTW | KADRY I PŁACE | KSIĘGOWOŚĆ

THE POWER OF BEING UNDERSTOOD
AUDIT | TAX | CONSULTING

RSM